

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 17520061151238

UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

中国经理人股票期权激励研究

A Study on Executive Stock Options
in China

施 蕾

指导教师姓名: 黄京菁 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 6 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

摘 要

股票期权是现代企业所有权和经营权分离的情况下设计出来解决委托——代理问题的分配制度。经过西方发达国家的多年实践，一度被认为是解决经理人长期激励问题，提高公司竞争力的一个重要途径。随着我国上市公司股权分置改革的推进及《公司法》、《证券法》等相关法律法规的修订，《上市公司股权激励管理办法》（试行）的出台，我国上市公司股票期权制度的发展环境得到了改善。但是自美国公司一系列财务丑闻曝光以来，这种一度倍受追捧的激励模式，在国外的理论界遭到了空前的质疑。同时由于我国资本市场内外部环境的差异，研究股票期权在我国制度背景下的特殊性，更合理有效地引入股票期权制度，从而提高我国上市公司的经营效率，更好地为经济建设服务，有着特别的理论和现实意义。

本文对经理股票期权激励的基础理论及其在国内的实践情况进行了分析，并以沪、深两市所有实施股票期权激励的上市公司为样本，对上市公司股票期权预案日期的选择行为进行了实证检验。检验结果表明，我国实施股票期权的上市公司存在对期权计划预案日即行权价格进行选择的动机和行为。本文认为这是由于我国股票期权制度设计本身存在一定缺陷，此外，股票期权实行的外部环境还有待改善。借鉴国外经验，根据国内现实，本文最后尝试提出了相应的改进建议，意图引起更深层次的关注和探讨，以充分发挥股票期权的激励作用。

关键词：经理人股票期权；效应；风险

ABSTRACT

Executive Stock Options (ESO) is a kind of distribution system that Enterprise have been using to solving principal-agent contradiction with the separation of ownership and control. Throughout many year's fulfillment in the western countries, Stock Option System has been proved that it plays an important role in solving incentive problems and enhancing enterprise's competitive position. However, a series of false account scandals of listed company in western countries recently shows that we must pay special attention to the internal defect of the Stock Option System. Since 2005, Share Structure Law of PRC were amended. On Jan 2006, the China Securities Regulatory Commission promulgated and enacted the "Provisional measures on the equity incentives in the listed company". All that mentioned above have provided excellent opportunity for the promotion of the Stock Option System in the listed companies. But because of the special stage of market economy in our country, compare with western countries, this kind of incentive system face different environment and condition. Such advanced and effective mechanism theoretically introduced to domestic produces the effect which would be waited for discussed. Therefore, we should conduct the research rationally and design the system reasonable on ESO.

On the base of research the basic theory overseas, take ESO of listed company in our country as the sample, confirm that these company exist the motive and behavior of choice vesting date of ESO. The important reason is that the rule by designed exist defect and the regulation fail to achieve objective and fair. In fact, ESO needs strict environment assumption, the fact of information asymmetrically also cause the risk in the ESO implementation process. On the profits from the U.S. and related actual situation in China, we propose some items when implement ESO should be paid attention, in order to arouse the deeper discussion and interest to display the effect of ESO fully.

Keywords: Executive Stock Options; Effect; Risk

目 录

第一章 导论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义及发现.....	2
1.3 研究方法和结构安排.....	2
第二章 经理人股票期权（简称 ESO）发展历程	5
2.1 ESO 概述	5
2.2 中国 ESO 发展历程回顾	6
2.2.1 早期发展历程（2005 年以前）	6
2.2.2 近期发展历程（2005 年以后）	7
第三章 ESO 文献综述	10
3.1 国外文献综述.....	10
3.2 国内文献综述.....	18
第四章 ESO 在中国的实践	22
4.1 流行比例不高.....	22
4.2 实施现状分析.....	25
4.2.1 防止短期行为.....	25
4.2.2 减轻公司现金负担.....	28
4.3 实施效应分析.....	29
4.3.1 选择预案日	29
4.3.2 哄抬股价	33
4.3.3 中介机构方面.....	36
4.4 小结.....	36
第五章 对我国实施 ESO 的建议	38
5.1 建立健全相关法律法规.....	38
5.1.1 修订完善税法.....	38
5.1.2 完善股票期权其他相关法律法规.....	39

5.2 解决市场缺陷.....	39
5.2.1 完善股票市场.....	39
5.2.2 完善经理人市场.....	40
5.3 完善股票期权计划.....	41
5.3.1 完善股票期权行权价的确定方法.....	41
5.3.2 完善股票期权计划其他业绩评价指标.....	41
5.4 完善公司治理结构.....	42
结 束 语.....	46
参考文献.....	49
附 录.....	56
后 记.....	58

CONTENTS

Chapter 1	Introduction.....	1
1.1	Background.....	1
1.2	Our Motivations and Findings	2
1.3	Our Methods and Structure	2
Chapter 2	The Development of ESO.....	5
2.1	An Overview on ESO	5
2.2	ESO in China	6
2.2.1	Situation Earlier (Before 2005)	6
2.2.2	Stituation Recently (After 2005)	7
Chapter 3	Literature Review	10
3.1	Overseas Literature Review	10
3.2	Domestic Literature Review	18
Chapter 4	Practice in China on ESO	22
4.1	Low Percentage of Adoption.....	22
4.2	Implement Currently	25
4.2.1	Prevent the Short-term Behavior	25
4.2.2	Lighten the Company Cash Burden.....	28
4.3	Analysis on Effect	29
4.3.1	Manipulations on Disclosure Date.....	29
4.3.2	Driving Up the Stock Price	33
4.3.3	About the Intermediary Institutions	36
4.4	Summary	36
Chapter 5	Our Suggestions on ESO	38
5.1	Establish Related Legal Rules and Regulations	38
5.1.1	Revision Tax Law	38
5.1.2	Strengthen Other Legal Rules and Regulations	39

5.2 Solve the Market Flaw	39
5.2.1 Develop the Stock Market.....	39
5.2.2 Cultivate the Manager Market	40
5.3 Perfect Plan on ESO	41
5.3.1 Improve Price of Exercise Stock Option.....	41
5.3.2 Advance Evaluating Indicator.....	41
5.4 Enhance Corporate Governance.....	42
Conclusion	46
Reference.....	48
Attachment	55
Postscript	57

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 导论

1.1 研究背景

现代企业管理中由所有权与经营权的分离而引起的委托—代理问题造成了经营者的道德风险和企业资源的大量浪费。设计出能够解决这一问题的制度就成为了管理学家和经济学家面临的挑战。在理论研究和实践当中,股票期权制度曾经被认为是解决该问题的一副“良药”,在近一二十年中获得了迅猛的发展,曾在一段时间内受到西方企业的疯狂推崇^①。

我国在 20 世纪 90 年代引入了经理人股票期权这一激励机制。由于我国资本市场的弱有效性和当时政策法规的限制,经理股票期权制度在具体的试点中并没有达到预期的效果,经理人股票期权的长期激励效果并不明显^②。新修改的《公司法》^③、《证券法》^④和《上市公司股权激励管理办法(试行)》^⑤(以下简称《管理办法》(试行))正式开始实施,中国证监会宣布股权分置改革^⑥已经基本完成,中国正式进入了一个全流通的时代。国家从政策法律和实施环境方面为股票期权激励亮起了绿灯,对股票期权制度在中国的实施运行具有划时代的历史意义。

^① 从 20 世纪 90 年代开始,随着美国高科技产业的迅速发展,股票期权在短短几年时间里迅速普及。据统计,几乎 100% 的高科技公司、大约 90% 以上的上市公司都实施股票期权计划。参考宿春礼,现代公司股票期权方案设计,中国财政经济出版社,2003 年 10 月第一版,第 130 页。

^② 周建波、孙菊生. 经营者股权激励的治理效应研究——来自中国上市公司的经验证据,经济研究,(2003)。

^③ 新修订的《公司法》于 2006 年 1 月 1 日开始正式实施。与旧《公司法》相比,首先,对股份回购做出了新的安排,在原有公司法的基础上增加了“将股份奖励给本公司职工”的新情形,为上市公司通过回购取得用于期权激励的股份提供了法律上的支持,有利于建立股票期权制度;其次,新公司法将董事、监事、高级管理人员由原来“在任职期间内不得转让”改为“自公司股票上市交易之日起一年内及离职后半年内不得转让”和“每年转让的股份不得超过其所持本公司股份总数的 25%”,这使得经营者所购得的股票具有了一定流动性,在一定程度上解决了以往股票流通存在的问题。

^④ 新修订的《证券法》于 2006 年 1 月 1 日开始正式实施。新证券法对于证券虚假陈述、内部交易和操纵市场等行为都明确规定了相关人员应当承担的民事责任,使得证券市场得到有效的监管,避免了公司经营者为追求股票价格的上涨而去操纵股票价格,或采用虚假手段或采用内幕交易等非法手段去人为的追求股票的高价格,从而损害股东和公司的利益。

^⑤ 新修订的《上市公司股权激励管理办法(试行)》于 2006 年 1 月 1 日开始正式实施。首次扫清了国内上市公司推行股权激励在政策上的核心障碍,对股权激励的股票来源、认购资金来源、激励对象、行权时间、行权价格、持股比例等等都作了明确的规定,股票期权制度有了较为完善的政策依据。

^⑥ 股权分置,是指我国上市公司的股权结构中非流通股与流通股分离的现象,其中约 2/3 的股份不能流通,1/3 能流通,股权分置改革是流通股股东利益与非流通股股东利益重新分配的过程,非流通股股东通过向流通股股东支付对价获取流通权。自 2006 年开始的股权分置改革,使中国上市公司的股权将实现股份全流通和逐步的股权分散化,将对以往的“一股独大”起到有效的抑制作用,有利于公司治理结构的完善。

然而，综观近年来美国上市公司爆发的一系列财务造假事件，让我们逐渐意识到股票期权制度是一把“双刃剑”，在起到激励作用的同时也具有一定的风险性。从 2006 年开始，美国上市公司倒签股票期权^①的丑闻就不断见诸于报端。美国联邦储备委员会前主席格林斯潘也表示，一些公司出现巨大的财务“黑洞”，股票期权是漏洞之一^②，由此引发了一场关于股票期权利弊的大讨论。

1.2 研究意义及发现

参考美国的经验教训，本文发现被认为可以有效解决委托——代理问题的经理人股票期权实际上使得经理的薪酬复杂化了，而且，理论上“按绩付薪”的原则有可能在实际操作过程中出现问题。股票期权激励的实施存在风险，这种风险会导致股票期权激励违反设计者的初衷，变成经理人损公肥私的另一个手段。

近几年来，我国开始推行规范的经理人股票期权制度。由于预案日的选择直接导致了行权价的确定，我国目前实行经理股票期权的上市公司管理层，是否也存在在预案日的时点上进行投机选择的动机和行为呢？本文以截至 2008 年 3 月 24 日止，在深、沪两市已经发布股权激励计划公告且激励标的是期权的 64 家公司^③为样本，通过实证方法，研究管理层预案日时点选择的行为，以及公告日后股价的走势，结果发现，我国经理人存在操纵预案日时点的倾向。

鉴于此，本文认为重新审视经理人股票期权激励制度，并进一步研究在我国的政策、制度环境下如何有效实施经理人股票期权激励就显得十分必要，有着较大的理论价值和现实意义。

1.3 研究方法和结构安排

本文以现代财务会计理论为指导，通过运用规范研究和实证分析相结合的

^① 倒签股票期权：指公司通过倒填股票期权授予日的手段，公司的经理人可以自由选择公司股价下跌时的价格等股价的地位作为行权价，而不是采用现阶段股价的合理估计数作为行权价，这样间接地在期权授予日给经理人收益。1995-2005 期间，将近 30% 左右的美国公司操纵执行官的股票期权，200 多家公司涉嫌股票期权丑闻。美联社报道公开披露股票期权倒签的公司总共损失 103 亿美元的股价下跌和其他赔偿费用。参考了董事会，美国倒签股票期权丑闻，<http://www.sina.com.cn>，2007 年 07 月 25 日，沈一鸣。

^② 张红凤、孔宪香，激励性股票期权制度内在缺陷探析，山东经济，2004 年第 1 期，第 60-63 页。

^③ 这 64 家公司包括截止 2008 年 3 月 24 日收盘时，处于董事会预案阶段、股东大会通过阶段以及实施阶段的所有公司。

研究方法，借鉴国内外的研究成果和实践经验，从美国在实施股票期权过程中出现的问题反思到中国，通过分析我国现状，发现我国经理人股票期权在实施过程中出现的问题，同时借鉴美国相关经验的基础上结合中国的实际情况提出我国实施股票期权时应注意的事项，意图引起更深层次的关注和探讨，以充分发挥股票期权的激励作用。本文主要研究的内容和结构如下：

第一章“导论”，本章主要介绍股票期权的研究背景、研究发现以及全篇论文的结构安排。经理人股票期权（Executive Stock Option，简称 ESO）由于可以将高级管理人员的薪酬与企业长期经营业绩紧密的联系在一起，曾经一度成为解决“委托——代理”问题最有效的长期激励措施，所以在西方国家得到了广泛的应用，在我国也得到了一定的推广^①。但是综观美国发生的一系列财务造假事件，也让我们认识到它存在风险的一面。吸取美国的教训，反思中国的现状，防止此类事件在中国再次发生，本文意图引起对经理人股票期权更深层次的关注。

第二章“ESO 发展历史”，本章以 2005 年为分界点回顾了中国股票期权的发展，主要论述早期股权激励探索历程以及 2005 年以来，推出规范股权激励的实施概况，为我们全面把握中国股票期权发展脉络奠定基础。

第三章“ESO 的文献综述”，本章分三个阶段对传统 ESO 理论基础进行梳理，分别是阶段 A“研究公司治理，利用代理理论”，阶段 B“研究各种薪酬的业绩敏感度，讨论最优的薪酬形式（得出 ESO 的结论）”以及阶段 C“研究 ESO 的激励效果（短期与长期）”，特别关注了经理薪酬模式的分析过程，并采用相应的顺序对中国 ESO 理论的发展进行回顾。值得一提的是，本文为国内 ESO

^① 中国科学院的王国刚、兰邦华(2001)等认为经理人股票期权制度是一个非常精巧的传导机制，它通过几个环节的传递使期权持有人的努力最终与收入挂钩，从而起到激励效果。但目前在中国，这种传导机制的有效性受到干扰，全面实施经理人股票期权的时机还没到。参考王国刚、兰邦华，我国上市公司经理人员股票期权制设计的几个要点，中国社会科学院金融研究中心，中国工业经济，2001 年第 1 期，第 51-57 页。

十五部联合课题组历时两年的研究成果《股票期权激励制度系列丛书》中表明：中国的问题不是激励严重不足，而是激励机制存在极大的扭曲；且激励不足和激励扭曲高度相关；并提出要充分重视对经营者的长期激励，而股票期权就是重要形式之一。该丛书由国务院发展研究中心、国家经贸委、财政部、中国证监会共同发起，联合中共中央组织部、中央企业工委、科技部、人事部、劳动和社会保障部、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国务院法制办、国务院体改办等十五个部委以及中国国际贸易中心股份有限公司、对外经贸大学、中和应泰管理顾问公司等单位共同组成的课题组经过两年工作，完成了这套《股票期权激励制度系列丛书》。著名经济学家陈清泰、吴敬琏担任主编。本套丛书共七册，分别为《股票期权激励制度法规政策研究报告》、《公司薪酬制度概论》、《股票期权实证研究》、《美国企业的股票期权计划》、《可变薪酬体系原理与应用》、《塑造企业所有权文化》以及《薪酬委员会手册》，由中国财政经济出版社出版。

阶段 C 部分的研究，做了开创性的尝试，并籍实证检验的结果推动阶段 A 部分的进展。

第四章“我国实施 ESO 的效应分析”，是本文的重点章节。本章首先结合公司的身份背景和相关政策出台的时间分析了国内 ESO 流行比例不高的原因，接着结合描述性统计分析了在我国实践中的现状以及效应。特别是，通过实证检验的结果发现国内公司实施 ESO 存在对预案日进行选择的动机和行为，希望籍以改善 ESO 在国内的实践，真正有效地降低我国企业的代理成本，提高企业经营的效率。

第五章“对我国实施 ESO 的建议”，本章试图根据前文的论述中发现的在我国实行股票期权的公司中存在的问题，结合我国企业的自身特点，有针对性地就如何改良目前的经济环境以推动这项激励制度在我国的有效实施提出建议。

第二章 经理人股票期权（简称 ESO）发展历程

2.1 ESO 概述

在研究经理人股票期权之前，首先要明确期权的内涵。期权原属于金融衍生品的范畴^①。英国著名经济学家戴维·皮尔斯（David Pearce）主编的《经济百科全书》认为^②：“期权是一种可在一定日期，按买卖双方所约定的价格，取得买进或卖出一定数量的某种金融资产或商品的权利”。

股票期权是将期权这一金融衍生工具的概念运用到企业管理中而形成的一种计划和制度安排。股票期权^③是指企业所有者给予企业的经理层或有突出贡献职员的一种权利，允许他们在未来的某段时间内以事先约定的价格或条件购买一定数量的企业股票。持有这种权利的人员可在规定的时间内自行决定何日以事先约定的行权价（exercise price）购买企业的股票，这一行为称为行权（exercise stock option）。经理人员是否行权取决于期权行权日企业股票市价的高低及股价与行权价的差额大小，当企业股价高于行权价时，股票期权持有者可以选择行权，从而获得两者价差的收益；反之，股票期权将失去价值，持有人放弃行权。由于股票期权通常是授予企业的经理层，因此，经济学界也将其称为经理人股票期权（Executive Stock Option，简称 ESO）。

经理人股票期权激励大小的物质表现取决于期权行权日股票的市场价格与行权价格的差价，后者相对固定，所以通常该数额取决于行权时的股票市场价格。在一个有效资本市场中，市场价格是企业业绩的反映，而企业业绩又是经理人员努力付出的结果，顺延该逻辑，股票期权就达到了对经理人员表现进行激励的效果。

在美国，ESO 是一种被广泛应用的薪酬模式。到 20 世纪 90 年代中期之后，期权报酬已成为经理层薪酬的主要组成部分，70%左右的 CEO 获取了期权，平均的期权报酬价值与现金和红利报酬基本持平，有部分公司的经理层期权报酬

^① 自 1973 年美国芝加哥期权交易所推出股票期权交易以来，期权市场得到了飞速的发展。股票期权计划是期权思想与方法在企业管理中的应用，是期权在管理领域应用的一种创新。

^② 辛向阳，薪资革命，企业管理出版社：2001 年 5 月第 5 版，第 45 页。

^③ 石建勋，中国企业家的股权革命-理论、案例与操作方案，机械工业出版社，2003 年 1 月第 1 版，第 248 页。

几乎成为其薪酬的全部^①。1997年，美国旅行者集团的威尔股票期权收入为22327.2万美元，占其总收入23072.5万美元的96.8%；可口可乐公司的郭思达股票期权为10778.1万美元，占其总收入11183.2万美元的96.4%^②。

2.2 中国 ESO 发展历程回顾

2.2.1 早期发展历程（2005 年以前）

我国关于经理股票期权制度的最早尝试始于1993年深圳万科股份有限公司的员工股份计划。但是，由于法律、法规发展滞后以及其他条件的限制，导致整个计划最终流产^③。

此后国内企业对 ESO 的探索一直没有停止。1999年，天津上市公司泰达股份制定了《激励机制实施细则》^④，这是我国 A 股上市公司实施股权激励措施的第一部“成文法”；2月，上海市制定了《关于对国有企业经营者实施期股（权）激励的若干意见》^⑤；7月，北京市制定了《关于对国有企业经营者实施股份期权激励试点的指导意见》^⑥。但到2005年底，国内一直没有出台关于 ESO 有足够效力的正式法规。

然而，投资者对上市公司公司治理的需求，却随着资本市场的发展，而不断增加。另一方面，国内公司治理其他环境在不断完善。2001年6月18日，中国证监会颁布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》^⑦。2002年1月9日，中国证监会和国家经贸委联合发布了我国第一部公司治理准则《上市公司治理准则》^⑧。2003年6月国资委提出在国有大型企业中正式推行年薪制和股票期权^⑨。2003年9月30日，首家“中国上市公司治理评价系统（中国公司治理指数 CCGINK）”发布^⑩。这一系列与之有关的法规和研究报告相继发布，

^① 胡经生，经理股票期权：作为凸性激励的相关问题及其在中国的应用研究，复旦大学博士论文，2005年。

^② 辛向阳，薪资革命一期股制激励操作手册，企业管理出版社，2001年5月第1版，第54页。

^③ 万科网站，万科大事记，<http://www.vanke.com/main/Web/Article/2004/08/25/1032467236C4035.aspx/>

^④ 天津泰达2003年度报告，参见 [www.cninfo.com.cn/finalpage/2004-03-30/13 ... 244K](http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2004-03-30/13...244K) 2004-3-30/

^⑤ 中国法律法规网，<http://www.falvfagui.com/fagui/Class1169/199910/1575390.html>

^⑥ 新法规速递，<http://www.law-lib.com/lawhtm/2000/72480.htm>

^⑦ 中国证监会官网，2001年6月18日 证监发[2001]102号，中国证监会，<http://www.csrc.gov.cn/n575458/n6807967/n6808062/n6809658/n6820028/n6820148/6833203.html>

^⑧ 新华网，http://news.xinhuanet.com/zhengfu/2002-01/10/content_232103.htm

^⑨ 新浪财经，魏杰、吴春波，九问年薪制，<http://finance.sina.com.cn/g/20040706/1541853719.shtml>

^⑩ 中国证券理财中心，<http://www.licai315.com/news/200762193819.html>

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库